

日期: 2018年04月27日

行业: 批发业



分析师: 金鑫

Tel: 021-53686163

E-mail: jinxin1@shzq.com

SAC 证书编号: S0870518030001

### 基本数据 (2018Q1)

报告日股价 (元)	18.29
12mth A 股价格区间 (元)	16.02-22.21
总股本 (百万股)	1,878.88
无限售 A 股/总股本	88%
流通市值 (亿元)	301.02
每股净资产 (元)	7.65
PBR (X)	2.39
DPS (Y2016, 元)	10 派 1.00

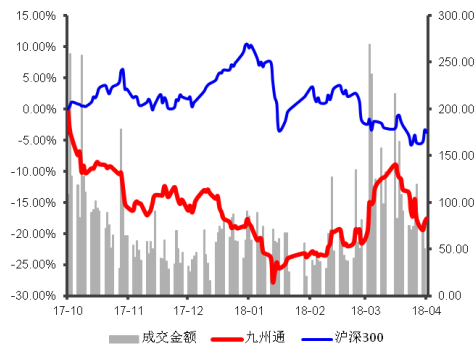
### 主要股东 (2018Q1)

上海弘康实业投资有限公司	23.07%
楚昌投资集团有限公司	14.68%
狮龙国际集团(香港)有限公司	11.39%

### 收入结构 (2017Y)

医药批发及相关业务	95.83%
医药零售	2.55%
医药工业	1.62%

### 最近 6 个月股票与沪深 300 比较



报告编号: JX18-CT17

首次报告日期:

### 相关报告:

《九州通 (600998) 2017 年三季报点评: 收入维持较快增速, 非公开发行稳步推进》

——2017 年 10 月 26 日

《九州通 (600998) 2017 年中报点评: 二级及以上医疗机构销售高速增长, 长期受益于全国商业布局》

——2017 年 09 月 01 日

# 业绩维持较快增速 内生性增长强劲

## ■ 公司动态事项

公司发布2017年年度报告和2018年一季度报告, 2017年利润分配预案为每10股派1.00元(含税)。公司2017年实现营业收入739.43亿元, 同比增长20.12%; 实现归母净利润14.46亿元, 同比增长64.87%; 实现扣非归母净利润10.10亿元, 同比增长22.29%。公司2018年第一季度实现营业收入222.10亿元, 同比增长18.05%; 实现归母净利润2.21亿元, 同比增长19.20%。

## ■ 事项点评

### 医疗机构渠道销售维持较高增速, “两票制”背景下有望持续扩大市场份额

公司医疗机构销售渠道2017年实现收入223.32亿元, 同比增长33.62%, 其中: 1) 二级及以上医院销售实现收入146.16亿元 (+32.96%), 二级及以上医院客户达4,600余家 (+21.69%), 公司在各地开展新一轮药品招标的背景下进一步拓展医院业务, 原有医院客户销售增长的同时增加新医院开户, 带动二级及以上医院市场收入维持较高增速; 2) 二级以下基层医疗机构销售实现收入77.16亿元 (+34.87%), 基层医疗机构客户达70,900余家 (+37.00%), 受益于分级诊疗政策推进, 公司基层医疗机构市场销售增速加快。公司对下游医药批发商的销售2017年实现收入297.02亿元, 同比增长4.92%, 增速放缓的主要原因是“两票制”持续推进等。公司已建立31个省级医药物流中心并下设81家地级市分销物流中心, 营销网络覆盖全国大部分行政区域。我们认为, 公司作为全国性医药流通龙头, 凭借营销网络覆盖面广、配套医药物流中心完善等竞争优势有望在“两票制”、分级诊疗等政策背景下享受政策红利, 逐步扩大公司纯销业务比例的同时扩大市场份额。

### 零售药店渠道销售快速增长

公司零售药店渠道2017年实现收入168.71亿元, 同比增长32.65%, 其中: 1) 对连锁药店批发客户的销售收入为120.40亿元 (+35.44%); 2) 对单体药店批发客户的销售收入为48.31亿元 (+26.17%)。公司零售药店渠道收入规模快速增长的主要原因是受“营改增”等政策影响, 部分零售药店由向区域性小批发商低价采购模式转变为向公司采购, 带动公司零售药店渠道新增客户并原有客户的采购量增长。

公司零售业务2017年实现收入18.77亿元, 同比增长16.53%, 截至2017年12月底, 公司拥有零售药店953家 (+4.61%), 其中直营店300家 (+12.36%)、加盟店653家 (+1.40%)。公司好药师实体药店2017年实现收入7.98亿元 (+24.04%), 销售毛利率为23.18%; 好药师B2C业务实现收入10.78亿元 (+11.52%), 销售毛利率为13.06%, B2C业

务收入增速放缓的主要原因是公司调整业务模式等。

### 核心业务中西成药维持较快增速

分产品来看：1) 中西成药业务2017年实现收入294.22亿元(+16.81%)，毛利率为8.10%(+1.00pp)，公司持续推进优质供应商业业务并优化分销、采购业务组织，维持中西成药业务较快增速的同时提升毛利率水平；2) 中药材与中药饮片业务2017年实现收入28.18亿元(+32.42%)，毛利率为13.30%(-3.14pp)，毛利率下降的主要原因是高毛利的阿胶业务被剥离转入药品业务等；3) 医疗器械与计生用品业务2017年实现收入69.76亿元(+43.23%)、毛利率为8.15%(-1.93pp)，毛利率下降的原因是公司集中处理历史库存；4) 食品、保健品、化妆品等消费品业务2017年实现收入45.12亿元(+32.57%)，毛利率为8.25%(-0.67pp)，毛利率下降的原因是消费品业务产品结构变化，毛利率水平高的奶粉产品收入占比下降。

公司2018Q1销售毛利率为7.78%，同比上升0.28个百分点；期间费用率为6.03%，同比上升0.49pp，其中销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为3.11%、2.14%、0.78%，同比分别上升0.44pp、上升0.07pp、下降0.02pp。

### ■ 风险提示

两票制、药品招标降价等行业政策风险；医疗机构销售不及预期风险；应收账款账期延长风险

### ■ 投资建议

#### 未来六个月，维持“谨慎增持”评级

结合2018年一季报我们调整公司18、19年EPS至0.73、0.94元，以4月25日收盘价18.29元计算，动态PE分别为24.95倍和19.47倍。同类型可比上市公司18年市盈率中位值为19.50倍，公司市盈率高于行业平均水平。我们认为，作为全国性医药商业龙头企业，拥有营销网络覆盖面广、配套医药物流中心完善等竞争优势，在“两票制”、分级诊疗等政策背景有望持续享受政策红利，拓展新增客户的同时强化原有客户的销售额增长，为公司业绩持续增长提供推动力。未来六个月，维持“谨慎增持”评级。

### ■ 数据预测与估值：

至12月31日(¥.百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	73,942.89	88,240.85	106,942.55	128,745.12
年增长率	20.12%	19.34%	21.19%	20.39%
归属于母公司的净利润	1,445.51	1,376.65	1,763.63	2,276.70
年增长率	64.87%	-4.76%	28.11%	29.09%
每股收益(元)	0.77	0.73	0.94	1.21
PER(X)	23.76	24.95	19.47	15.08

注：有关指标按当年股本摊薄

## ■ 附表

## ■ 附表 1 损益简表及预测 (单位: 百万元人民币)

资产负债表 (单位: 百万元)

指标	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	8,541	9,706	11,764	13,518
存货	12,182	12,963	16,960	18,374
应收账款及票据	20,022	24,589	26,506	31,429
其他	2,728	3,198	3,868	4,640
流动资产合计	43,473	50,457	59,097	67,962
长期股权投资	853	853	853	853
固定资产	4,386	4,716	5,082	5,383
在建工程	905	905	905	905
无形资产	1,165	1,119	1,073	1,028
其他	1,267	1,190	1,184	1,178
非流动资产合计	8,575	8,783	9,097	9,346
<b>资产总计</b>	<b>52,048</b>	<b>59,240</b>	<b>68,195</b>	<b>77,308</b>
短期借款	7,038	7,676	8,673	9,988
应付账款及票据	21,762	25,937	31,856	37,651
其他	1,902	2,891	3,169	2,807
流动负债合计	30,702	36,504	43,698	50,446
长期借款和应付债券	1,462	1,534	1,469	1,488
其他	347	215	244	269
非流动负债合计	1,809	1,749	1,713	1,757
<b>负债合计</b>	<b>32,511</b>	<b>38,253</b>	<b>45,411</b>	<b>52,203</b>
少数股东权益	1,237	1,263	1,297	1,340
股东权益合计	19,538	20,987	19,127	21,448
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>52,048</b>	<b>59,240</b>	<b>64,538</b>	<b>73,651</b>

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2017A	2018E	2019E	2020E
净利润	1,473	1,375	1,764	2,277
折旧和摊销	375	373	432	489
营运资本变动	(3,786)	(1,247)	(529)	(1,349)
<b>经营活动现金流</b>	<b>(1,012)</b>	<b>1,448</b>	<b>2,652</b>	<b>2,541</b>
资本支出	(136)	(658)	(752)	(744)
投资收益	40	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>(1,996)</b>	<b>(650)</b>	<b>(753)</b>	<b>(746)</b>
股权融资	232	49	0	0
负债变化	122	0	0	0
股息支出	0	0	0	0
<b>融资活动现金流</b>	<b>6,077</b>	<b>368</b>	<b>159</b>	<b>(40)</b>
<b>净现金流</b>	<b>3,068</b>	<b>1,166</b>	<b>2,057</b>	<b>1,755</b>

数据来源: WIND 上海证券研究所

利润表 (单位: 百万元)

指标	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	73,943	88,241	106,943	128,745
营业成本	67,706	80,824	97,929	117,778
营业税金及附加	176	178	232	282
营业费用	2,276	2,594	3,171	3,785
管理费用	1,636	1,853	2,272	2,762
财务费用	710	924	951	1,079
资产减值损失	94	113	145	168
投资收益	47	0	0	0
公允价值变动损益	(11)	(3)	0	1
<b>营业利润</b>	<b>1,942</b>	<b>1,752</b>	<b>2,243</b>	<b>2,892</b>
营业外收支净额	(17)	(19)	(19)	(20)
<b>利润总额</b>	<b>1,925</b>	<b>1,733</b>	<b>2,225</b>	<b>2,872</b>
所得税	452	333	427	551
净利润	1,473	1,403	1,797	2,320
少数股东损益	27	26	33	43
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>1,446</b>	<b>1,377</b>	<b>1,764</b>	<b>2,277</b>

财务比率分析

指标	2017A	2018E	2019E	2020E
总收入增长率	20.12%	19.34%	21.19%	20.39%
EBITDA 增长率	22.79%	24.83%	18.93%	23.01%
EBIT 增长率	22.16%	27.96%	19.39%	24.31%
净利润增长率	64.87%	-4.91%	28.33%	29.09%
毛利率	8.44%	8.40%	8.43%	8.52%
EBITDA/总收入	3.30%	3.46%	3.39%	3.46%
EBIT/总收入	2.83%	3.03%	2.99%	3.08%
净利润率	1.95%	1.56%	1.65%	1.77%
资产负债率	62.46%	64.57%	70.36%	70.88%
流动比率	1.42	1.38	1.35	1.35
速动比率	1.02	1.03	0.96	0.98
总资产回报率 (ROA)	2.83%	2.36%	2.64%	3.00%
净资产收益率 (ROE)	7.90%	6.97%	9.89%	11.32%
EV/营业收入	0.6	0.5	0.4	0.3
EV/EBITDA	14.6	11.3	9.3	7.4
PE	23.1	25.0	19.5	15.1
PB	1.8	1.7	1.9	1.7

## 分析师承诺

金鑫

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

## 投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

## 免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。